

政策利好集中度提升，核心产能持续扩张

——山河药辅（300452.SZ）首次覆盖报告

报告要点：

● 公司是国内药用辅料龙头企业，业绩稳健增长

公司深耕药用辅料行业，在产品广度和深度上具有较强的优势，上市以来增长稳健。2017-2022 年间，公司业绩逐年提升，期间营业收入复合增长率为 15.77%，归母净利润复合增长率为 21.03%。2022 年公司实现营业收入 7.05 亿元，同比增长 14.26%，实现归母净利润 1.31 亿元，同比增长 46.77%。

● 一致性评价+关联审评审批有利于行业集中度提升

一致性评价的大背景下，仿制药企业对药物制剂的质量要求提高，促使药企加强对辅料供应商的选择，一致性评价的核心是药物制剂的处方和工艺，辅料的质量会直接影响制剂的质量、稳定性和疗效。此外，在新版《药品管理法》的实行也将推动行业集中度提升。从共同审评审批制度的细分规则来看，国内相关政策与美国 DMF 政策较为接近，更强调将药品视为由原料药、药包材、辅料组成的有机整体，而辅料的监管相对更为接近备案制，强调制剂企业的主体责任，促使其寻找质量可控的辅料企业，有利于行业集中度不断提升。

● 公司核心产品供不应求，产能大幅扩张在即

以微晶纤维素和羟丙基甲基纤维素为例：公司近三年微晶纤维素的产销率分别为 98.58%、93.97%、98.15%，累计产销率为 96.74%；羟丙基甲基纤维素的产销率分别为 95.36%、103.43%、91.45%，累计产销率为 96.37%，近一年产能利用率 109.57%；最近一年末公司多个重要品种产能已处于接近饱和、已经饱和或过饱和状态，存在较明显扩产需求。投资项目“新型药用辅料系列生产基地一期项目”已成功募集资金，建成后公司微晶纤维素、羟丙基纤维素等产品大幅增加产能，预计合计将为公司带来近 4.2 亿产值。

● 投资建议与盈利预测

替代进口、海外出口持续推进；“新型药用辅料系列生产基地一期项目”大幅扩张多个重要品种产能。预计 2023-2025 年营收增速分别为 17.9%/21.4%/19.5%；归母净利润增速分别为 20.6%/20.1%/20.0%；EPS 为 0.7/0.8/1.0 元/股，对应 PE 为 22.7X/18.9X/15.8X。首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

新建产能投产计划和产能利用率情况存在不确定性风险；一致性评价相关品种的集采中标存在不确定性风险；公司成本端受上游原材料影响存在价格波动风险等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	616.71	704.53	830.42	1007.72	1204.06
收入同比(%)	16.10	14.24	17.87	21.35	19.48
归母净利润(百万元)	89.25	130.71	157.62	189.27	227.17
归母净利润同比(%)	-4.99	46.45	20.59	20.08	20.03
ROE(%)	13.95	18.09	19.28	20.40	21.43
每股收益(元)	0.38	0.56	0.67	0.81	0.97
市盈率(P/E)	40.12	27.40	22.72	18.92	15.76

资料来源：wind,国元证券研究所

买入|首次推荐

当前价：15.27 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：19.01 / 13.94

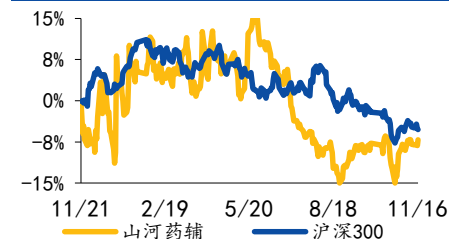
A 股流通股（百万股）：186.43

A 股总股本（百万股）：234.46

流通市值（百万元）：2846.75

总市值（百万元）：3580.21

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

联系人 朱仕平

电话 021-51097188

邮箱 zhushiping@gyzq.com.cn

目 录

1.中国药用辅料行业领先企业，规模稳健增长	4
1.1 国内药用辅料（固体制剂）行业的龙头企业	4
1.2 抢抓替代进口机遇与出口并行，业绩快速增长	6
2.行业景气在路上，市场格局初成形	7
2.1 药用辅料行业上下游产业链简述	9
2.2 药辅行业规模快速增长，竞争格局仍显分散	10
2.3 仿制药一致性评价+关联审批利好行业集中度提升	12
3.公司深耕药辅行业，核心产品供不应求	15
3.1 不断加大药辅研发，技术积累丰富、成果丰硕	15
3.2 核心产品供不应求，市场规模持续扩大	16
3.3 重要品种产能大幅扩充在即，有望持续稳定提升业绩	19
4.盈利预测	20
4.1 公司收入拆分	20
4.2 可比公司估值比较	21
5.风险提示	22

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 2023 年 09 月 30 日）	5
图 3：公司近年营业收入及增长率（亿元，%）	6
图 4：公司近年归母净利润及增长率（亿元，%）	6
图 5：2018-2022 年公司分产品营业收入（亿元）	6
图 6：2018-2022 年公司分产品营业收入占比（%）	6
图 7：2018-2023Q1-Q3 公司整体毛利率及净利率水平（%）	7
图 8：2018-2022 年公司分产品毛利率水平（%）	7
图 9：2017-2022 年公司研发费用及增长率（万元，%）	7
图 10：2017-2022 年公司费用率（%）	7
图 11：药用辅料在制剂工艺中的运用	8
图 12：中国药用辅料行业产业链简图	10
图 13：中国制药行业规模预测（亿元，%）	10
图 14：中国药用辅料行业市场规模预测（亿元，%）	10
图 15：2018 年中国药辅各类参与企业占比（%）	11
图 16：中国药辅参与企业梯队介绍	11
图 17：中国和欧美的辅料品类数量及相关标准（种）	12
图 18：带量采购进入常态化	14
图 19：公司研发投入及占营业收入的比例（百万元，%）	15
图 20：研发投入增长率（%）	15
图 21：微晶纤维素全球市场规模及预测（亿元）	17

图 22: 微晶纤维素市场竞争格局 (%)	17
图 23: 纤维素及衍生物的收入及占比 (亿元, %)	18
图 24: 2020-2022 微晶纤维素产销情况 (吨, %)	18
图 25: 羟丙基甲基纤维素全球市场规模及预测 (亿元)	18
图 26: 公司淀粉类产品营业收入及占比 (亿元, %)	18
图 27: 2020-2022 羟丙基甲基纤维素产销情况 (吨, %)	19
图 28: 羟丙基甲基纤维素产能 (吨)	19
表 1: 公司高级管理人员简历	5
表 2: 主要辅料类型及其功能	8
表 3: 药用辅料关联审评审批相关政策	13
表 4: 国内共同审评审批和美国 DMF 制度对比	13
表 5: 公司部分核心技术或工艺	16
表 6: 公司部分主要产品及用途	16
表 7: 公司募集资金投资项目情况	19
表 8: 山河药辅收入拆分 (百万元, %)	20
表 9: 可比公司估值对比	21

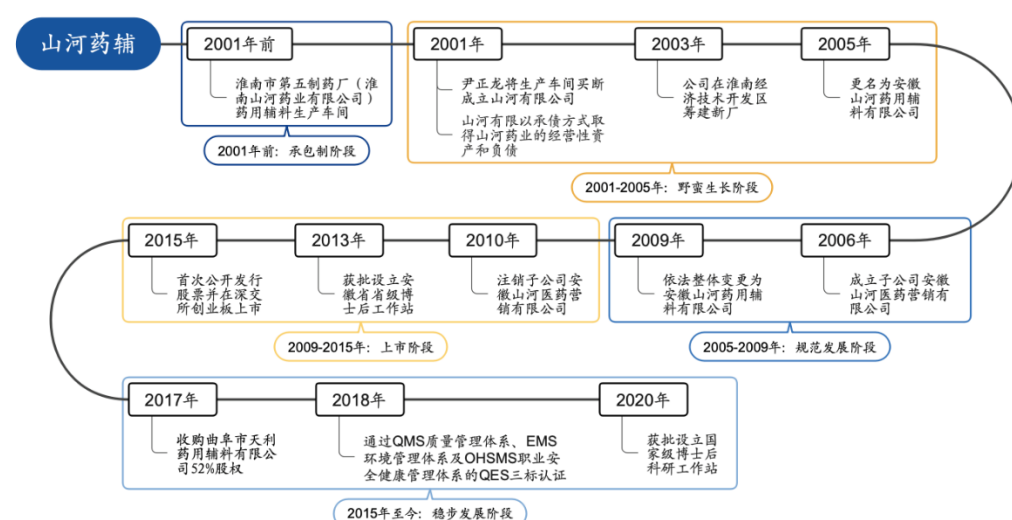
1. 中国药用辅料行业领先企业，规模稳健增长

1.1 国内药用辅料（固体制剂）行业的龙头企业

安徽山河药用辅料股份有限公司成立于 2001 年 4 月，是专业从事新型药用辅料生产、研发和销售为一体的民营股份制企业。截至 2023 年 6 月末，公司获得国家发明专利 21 项，拥有“山河药辅”、“立崩”、“易彩”等 15 个商标。公司于 2015 年 5 月在深交所创业板上市（证券简称：山河药辅，证券代码：300452）。

公司目前在药用辅料（固体制剂）行业处于龙头地位，主要产品涵盖填充剂、黏合剂、崩解剂、润滑剂、包衣材料等常用口服固体制剂类药用辅料和注射级药用辅料。公司目前已有 39 种产品获得 CDE 的药用辅料登记号，并有多项产品获得安徽省市场监督管理局颁发的《食品生产许可证》，成为国内药用辅料行业专业化、系列化品种较多的生产企业之一。公司客户主要为制药企业，产品还可用于保健品及食品行业。

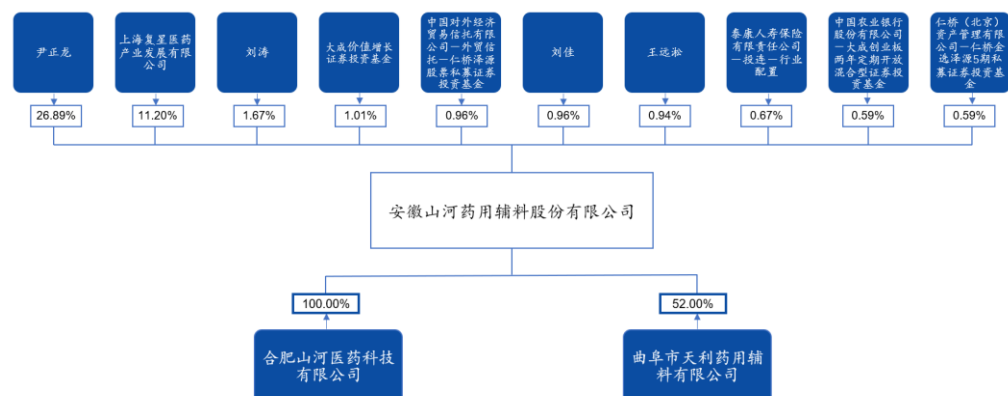
图 1：公司发展历程



资料来源：淮南市人民政府，公司招股说明书，国元证券研究所

公司实际控制人为董事长兼总经理尹正龙先生。截至 2023 年 9 月 30 日，尹正龙先生持有公司股份 0.63 亿股，股权比例 26.89%，系公司单一持股最大的股东。第二大股东为上海复兴医药产业发展有限公司，持有公司 11.20% 股权。公司下属拥有 2 家控股子公司：合肥山河医药科技有限公司以及曲阜市天利药用辅料有限公司，公司分别持股 100%、52%，其中曲阜市天利药用辅料有限公司系于 2017 年被公司收购。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年 09 月 30 日）



资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

公司高级管理人员皆为医药领域出身，深耕行业多年。公司董事长尹正龙同时担任了中国药用辅料产业联盟副主任等职务，具有丰富的药用辅料行业经营与管理经验，对公司长期以来的发展壮大发挥着重要作用。

表 1：公司高级管理人员简历

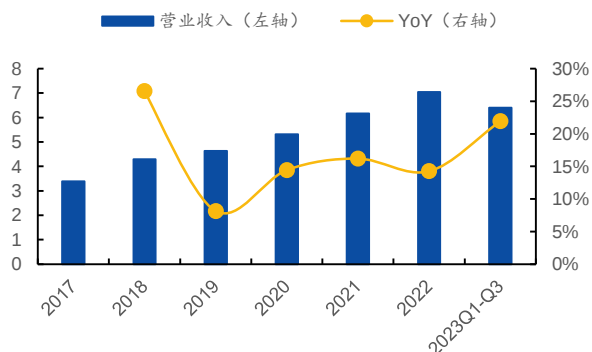
姓名	职位	履历
尹正龙	董事长、总经理	毕业于安徽中医药大学药学专业，本科学历，高级工程师，执业药师。1989 年至 2000 年，先后任职于淮南市第五制药厂、淮南山河药业有限公司，担任技术科长、副总经理、总工程师等职务；2001 年至今，任公司董事长兼总经理；现为安徽省政协委员、安徽省工商联副主席、淮南市人大常委、淮南市工商联副主席、中国化学工业协会副会长、安徽省医药行业协会副会长、中国药用辅料产业联盟副主任、安徽省专精特新中小企业联盟副理事长；分别荣获安徽省五一劳动奖、安徽省劳动模范，是安徽理工大学和安徽中医药大学外聘教授和工程硕士生导师，为安徽省战略性新兴产业领军人才、安徽省产学研联合专家库成员。
宋道才	董事、副总经理	安徽理工大学信息管理专业，安徽财经大学会计学专业双大专学历，在职研究生在读，工程师，执业药师。1991 年至 2007 年，先后任职于淮南第五制药厂、淮南佳盟药业、永龙（南洋）集团公司，担任技术主任、车间主任、生产部经理、质保部经理、总经理助理、副总经理等职务；2008 年至今，历任公司车间主任、生产部经理、生产总监、副总经理、常务副总经理。
刘自虎	董事、副总经理	毕业于安徽中医药大学药学专业。1990 年至 2010 年先后任职于淮南市第五制药厂、淮南山河药用辅料股份有限公司、成都金江制药有限公司，担任技术主任、车间主任、生产部经理、总经理助理、副总经理等职务。2011 年至今历任公司设备工程部经理、安全环保部经理、生产总监、副总经理。
雷韩芳	董事、副总经理	毕业于合肥工业大学生物工程专业，本科学历，硕士研究生在读，执业药师、工程师。2004 年加入公司，历任公司化验室主任、销售部经理、市场部经理、营销总监、副总经理。
刘琦	财务负责人、董事会秘书	现任公司财务负责人兼董事会秘书、曲阜天利监事。毕业于西安电子科技大学工业管理工程专业，本科学历，高级会计师、注册会计师（非执业会员）、注册税务师。先后就职于中国电子科技集团公司第十六研究所，中化化肥有限公司安徽分公司，瑞华会计师事务所安徽分所，金鹏传媒科技股份有限公司，北京博大光通物联科技股份有限公司，担任财务经理、项目经理、财务总监等职务。2020 年 6 月至今先后任公司财务负责人、董事会秘书。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.2 抢抓替代进口机遇与出口并行，业绩快速增长

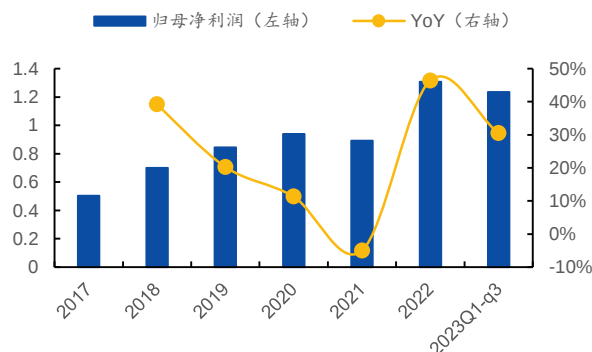
公司营业收入保持稳健增长。2017-2022 年间，公司业绩逐年提升，期间营业收入复合增长率为 15.77%，归母净利润复合增长率为 21.03%。2023Q1-Q3 公司实现营业收入 6.40 亿元，同比增长 21.93%，实现归母净利润 1.24 亿元，同比增长 30.54%。公司始终坚持“以客户为中心”，持续加大研发创新，提升产品质量，抢抓替代进口机遇，实现了整体经营业绩的稳步提升。

图 3：公司近年营业收入及增长率（亿元，%）



资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

图 4：公司近年归母净利润及增长率（亿元，%）

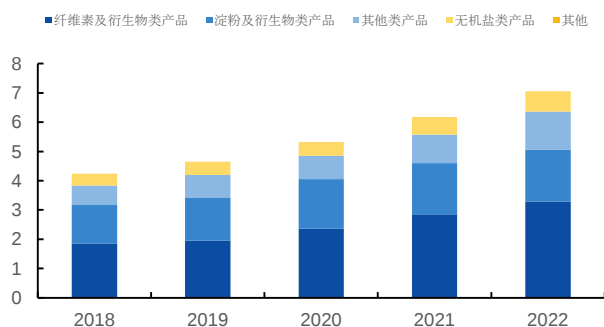


资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

公司主营业务的开拓创新，是实现收入规模和经济效益双增长的主要驱动力。公司持续拓展与国内知名药企的合作，在国家仿制药一致性评价和带量采购方面成效显著，替代进口项目业务增长逐步加快，外贸出口业务保持高速增长，2022 年公司国外销售收入同比增长 48.96%。

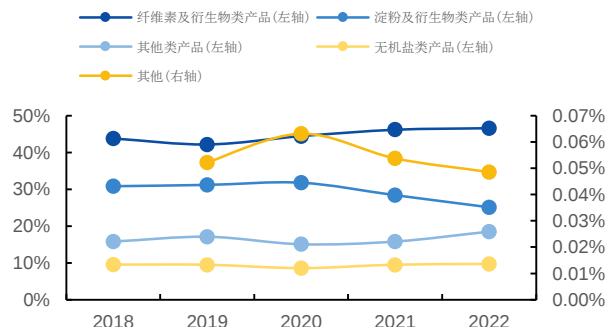
2022 年，纤维素及其衍生物类产品与淀粉及衍生物类合计占公司营业收入的 71.81%，控股子公司曲阜天利利用淀粉类产品的市场优势，把握市场机遇，2022 年度业绩实现扭亏为盈，较上年有了较大的改善。无机盐类产品与其他类产品规模不断扩大，营业收入较 2021 年分别同比增长 16.68% 和 33.38%。

图 5：2018-2022 年公司分产品营业收入（亿元）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 6：2018-2022 年公司分产品营业收入占比（%）

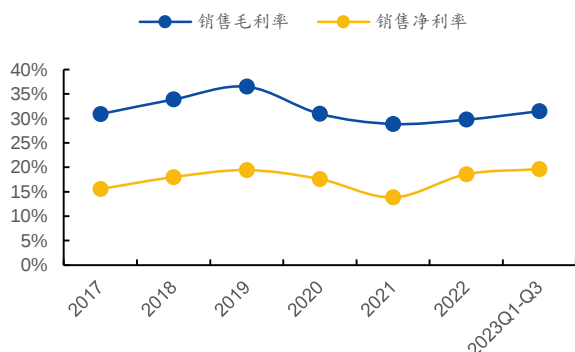


资料来源：iFinD，国元证券研究所

公司销售毛利率与销售净利率近年来呈稳步提升态势。2022 年公司毛利率为 29.77%，比去年同期增加 0.88pct，公司净利率为 18.58%，比去年同期增加 4.71pct。主要产品中，纤维素及其衍生物类产品毛利率为 35.03%，比去年同期减少 0.06pct，

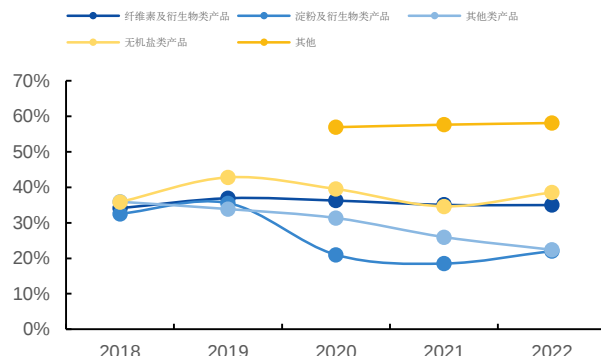
淀粉及衍生物类产品毛利率为 22.03%，比去年同期增加 3.53pct。

图 7: 2018-2023Q1-Q3 公司整体毛利率及净利率水平(%)



资料来源：iFinD，国元证券研究所

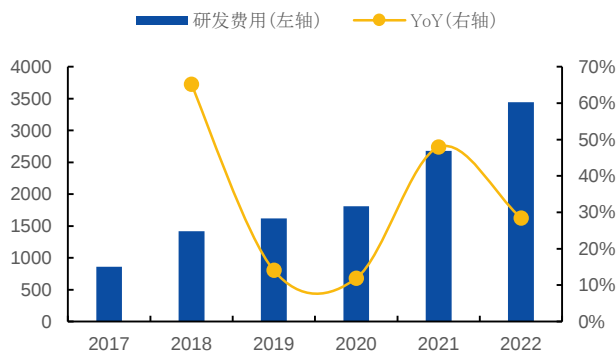
图 8: 2018-2022 公司分产品毛利率水平 (%)



资料来源：iFinD，国元证券研究所

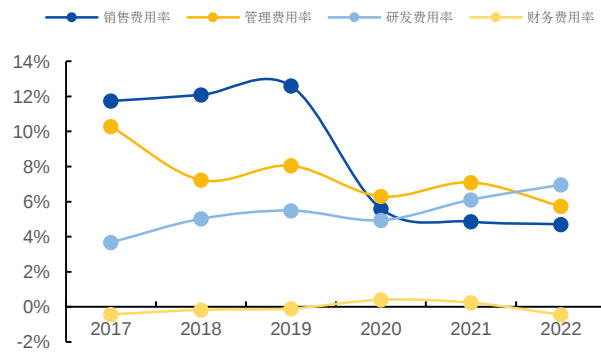
公司研发费用逐年增加，但各项费用率趋于平稳。2017-2022 年间，公司研发费用从 859.51 万元增长至 3442.54 万元，期间复合增长率为 31.99%。公司费用总额随着收入规模增长而逐年上升，但各项费用率却在逐年下降。自 2020 年来，公司销售、管理、研发、财务费用率稳定处于 8% 以下。其中，2022 年公司财务费用为 -226.49 万元，同比下降 -321.47%，系 2022 年内汇率变动汇兑损益及利息收入增加所致。

图 9: 2017-2022 年公司研发费用及增长率 (万元, %)



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 10: 2017-2022 年公司费用率 (%)



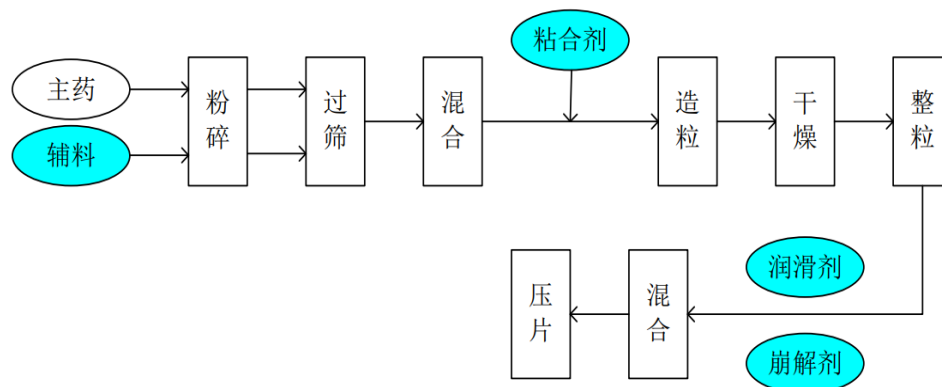
资料来源：iFinD，国元证券研究所

2. 行业景气在路上，市场格局初成形

药用辅料是指药物制剂中除药物活性成分以外的一切成分的统称。药用辅料来源广泛，品类繁多，从药物制剂的组成成分来讲，药用辅料占比较高，部分可达 90% 以上。同时药用辅料并非药物发挥疗效的核心成分，但它具有赋形、充当载体、提高药品稳定性、增溶、助溶、缓控释等重要功能，是可能会影响到制剂质量、安全性和有效性的重要成分。

图 11：药用辅料在制剂工艺中的运用

我国主流湿法制粒压片工艺对药用辅料应用的示意图



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

在不同的制剂类型中，药用辅料也具备不同的功能。对于注射剂而言，药用辅料主要有抗氧化剂、助溶剂和等渗调节剂等；对于口服固体类制剂，药用辅料主要有润滑剂、填充剂、粘合剂和稀释剂等；对于口服液体制剂，药用辅料主要有分散剂、稳定剂和助悬剂等；对于外用药，药用辅料主要有抗粘着剂、矫味剂、抛射剂等。

在药物制剂中使用的药用辅料通常具有特定的功能性，归属不同功能类别，而对辅料功能性和制剂性能具有重要影响的物理化学性质，可称为药用辅料的功能性相关指标（functionality-related characteristics, FRCs），例如辅料的粒径的变化可能会影响装量的一致性，因此，对功能性相关指标的测定、分级和制定限度范围对保证制剂的质量具有重要意义。

表 2：主要辅料类型及其功能

类型	主要作用	常见类型	FRCs	影响
稀释剂	增加体积或重量的成分，减少主药成分的剂量偏差，改善药物的压缩成型性。	无机盐类、纤维素类、淀粉类、糖类	(1) 结晶性；(2) 水分；(3) 粒度和粒度分布；(4) 粒子形态；(5) 比表面积；(6) 固体密度；(7) 堆密度与振实密度；(8) 引湿性；(9) 溶解度；(10) 粉体流动性；(11) 压缩性等。	稀释剂可影响制剂的成型性和制剂性能（如含量均匀度、崩解性、溶出度、制剂外观、硬度、脆碎度、物理化学稳定性）。
粘合剂	使无黏性或黏性不足的物料粉末聚集成颗粒，促进压缩成型，具有黏性的固体粉末或溶液。	淀粉浆、纤维素衍生物、聚乙烯醇、明胶和其他	(1) 结晶性；(2) 分子量和分子量分布；(3) 黏度；(4) 水分；(5) 粒度和粒度分布；(6) 比表面积；(7) 固体密度；(8) 堆度、可压性等。在干燥过程中，黏合剂可改变颗粒的界面性质、密度与振实密度；(9) 溶解度；(10) 粉体剂通过形成颗粒桥以提高颗粒强度。流动性；(11) 表面张力等。	
崩解剂	促使制剂迅速崩解成小单元并使药物更快溶解的功能性成分	干淀粉、羧甲淀粉钠、低取代羟丙基纤维素、交联羧甲基纤维素钠、交联聚维酮、泡收速率	(1) 水分；(2) 粒度和粒度分布；(3) 粒崩解剂应能够与水发生强烈的相互作用；(4) 膨胀率或膨胀指数；(5) 水吸作用。不同崩解剂发挥作用的机制主要有四种：膨胀、变形、毛细管作用	

腾崩解剂等		和排斥作用。		
类型	主要作用	常见类型	FRCs	影响
减小颗粒间、颗粒和固体制剂硬脂酸镁、微粉硅胶、滑石	减小颗粒间、颗粒和固体制剂硬脂酸镁、微粉硅胶、滑石	类、月桂醇硫酸钠等	(1) 结晶性; (2) 熔点或熔程; (3) 水分; (4) 粒度和粒度分布; (5) 粒子形态; (6) 比表面积; (7) 固体密度; (8) 堆密度与振实密度; (9) 纯度; (10) 粉体流动性等。	界面润滑剂通过附着在固体表面(颗粒和生产设备零件)以减小颗粒间或颗粒与金属接触面间的摩擦力而发挥作用; 流体薄膜润滑剂在压力下熔化和在颗粒和压片机的冲头周围形成薄膜, 而在压力移除后流体薄膜润滑剂将重新固化;
助流剂/抗流速, 提高制剂的均匀度; 用于凝剂	增加颗粒的流动性, 提高粉末直接压片时, 还可防止粉末的分层现象。	无机物质细粉	(1) 水分; (2) 粒度和粒度分布; (3) 粒子形态; (4) 比表面积; (5) 固体密度; (6) 堆密度与振实密度; (7) 粉体流动性; (8) 水吸收速率等。	可吸附在较大颗粒的表面, 减小颗粒间黏着力和内聚力, 使颗粒流动性好, 防止结块。
掩盖药物异味、改善口感和外溶性增塑剂主要是多元醇	掩盖药物异味、改善口感和外溶性增塑剂主要是多元醇	油类、糖类及其衍生物, 水	(1) 组成、结构和纯度; (2) 相对密度; (3) 熔点或熔程; (4) 折光率; (5) 黏度; (6) 玻璃化转变温度; (7) 脂肪与脂肪油; (8) 水分; (9) 粒度和粒度分布; (10) 溶	糖衣一般包括隔离层、粉衣层、糖衣层和抛光层。薄膜包衣中的成膜材料和增塑剂配合可形成适宜的膜, 通过加入着色剂、遮光剂或致孔剂可赋予与糖衣比更好的功能, 更具掩味和易于吞咽, 有利于药物稳定性, 可以调节释放速度。
包衣剂或观、保护药物不受外界环境影响类化合物, 脂溶性增塑剂主	包衣剂或观、保护药物不受外界环境影响类化合物, 脂溶性增塑剂主	响、调节药物释放(如膜控释和要是有机羧酸酯类化合物	(如柠檬酸酯和邻苯二甲解度; (11) 成膜性; (12) 抗拉强度; (13) 透气性; (14) 表面张力等。	
增塑剂	肠溶包衣) 等	酯)。		

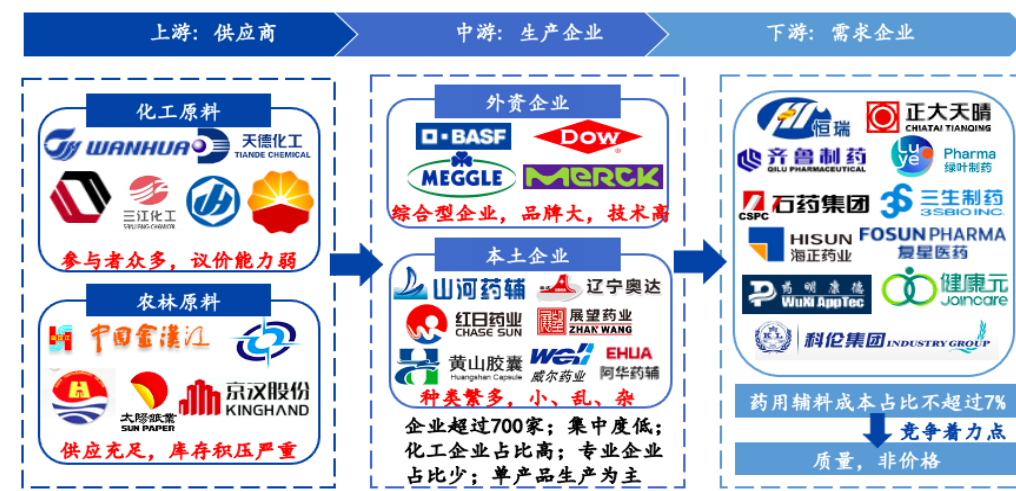
资料来源:《药用辅料功能性相关指标指导原则》, 国元证券研究所

2.1 药用辅料行业上下游产业链简述

药用辅料是生产药物和调配处方时使用的赋形剂和添加剂, 是除活性成分或前体以外, 在安全性方面已进行了合理评估, 且包含在药物制剂中的物质。药物制剂由药物活性成分和药用辅料共同组成, 通常药用辅料在药物制剂中的占比较高, 部分可达到90%以上。虽然在药物合成过程中药用辅料属于没有活性成分的物质, 但药用辅料同样会影响药物的化学性质。

药用辅料上游原材料众多, 原材料供应商具体可分为两类: (1) 化工企业, 主要为中游药用辅料生产企业提供基础化工类原材料, 包括氯乙酸、硬脂酸、乙醇、环氧乙烷等; (2) 农林企业, 主要为中游药用辅料生产企业提供农林类原材料, 包括木浆、玉米淀粉、棉花、精制棉等。药用辅料行业下游为制药企业, 但由于药用辅料与食品辅料存在共通性, 药用辅料也常用于食品添加领域。21 世纪以来, 得益于居民可支配收入提高、健康保健意识提升、药品可及性提高, 中国制药行业快速发展, 带动中国药用辅料需求量增长, 助推行业扩容。

图 12：中国药用辅料行业产业链简图



资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

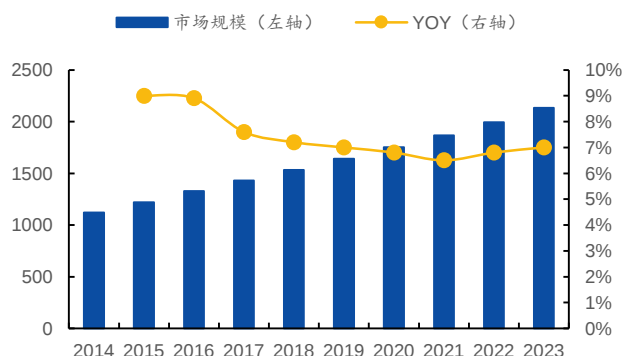
从成本构成上看，药用辅料成本在药品成本中的占比不超过 7%，成本占比较少，药辅价格波动对药品价格的影响较小。因此，中游药用辅料生产企业之间竞争着力点并不体现在价格优势，质量优势明显的药用辅料生产企业更能取得下游制药企业青睐。

2.2 药辅行业规模快速增长，竞争格局仍显分散

作为药品合成的基础原材料，药用辅料行业发展受到药品市场规模扩大驱动。2014-2018 年，中国制药行业市场规模（按出厂价计）呈现快速上升之势，2014-2018 年期间年复合增长率达到 8.2%。未来在国家产业政策支持、老龄化程度加深等因素的持续作用下，中国制药行业市场规模有望于 2023 年达到 21326 亿元人民币。

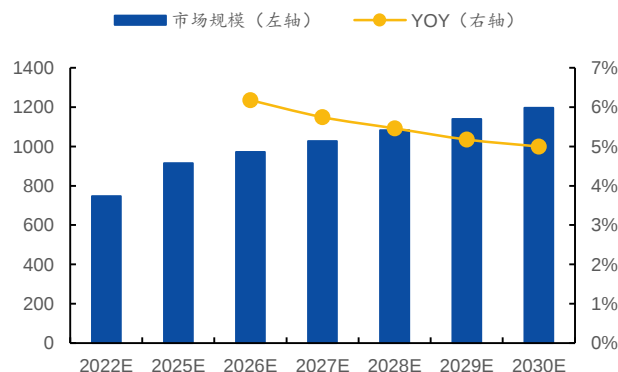
得益于中国制药行业快速发展及较低的行业准入门槛，中国药用辅料行业内涌现出大批中小企业，推动中国药用辅料市场规模快速发展。中国药用辅料行业市场规模由 2016 年的 531.8 亿元增长至 2022 年的 747.2 亿元，期间复合增长率为 5.8%。伴随制药行业的持续扩张，未来中国药用辅料行业市场规模将以 6.1% 的复合速率持续增长，并于 2030 年达到 1196.4 亿元。

图 13：中国制药行业规模预测（亿元，%）



资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

图 14：中国药用辅料行业市场规模预测（亿元，%）

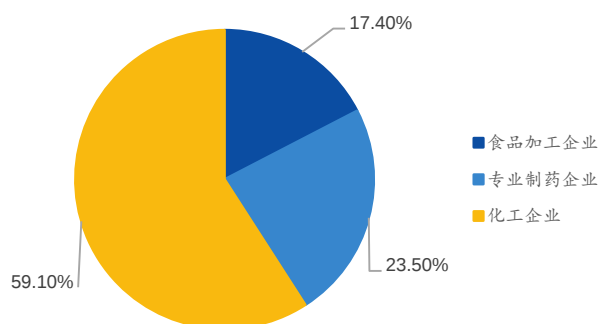


资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

中国药用辅料行业准入门槛较低,生产车间不需要药品 GMP 认证,行业参与者众多,包括化工企业、专业从事药用辅料的制药企业和食品加工企业,2018 年市场占比分别为 59.1%、23.5%、17.4%。截至 2018 年底,中国药用辅料生产企业数量已超过 700 家,呈现三大特点:

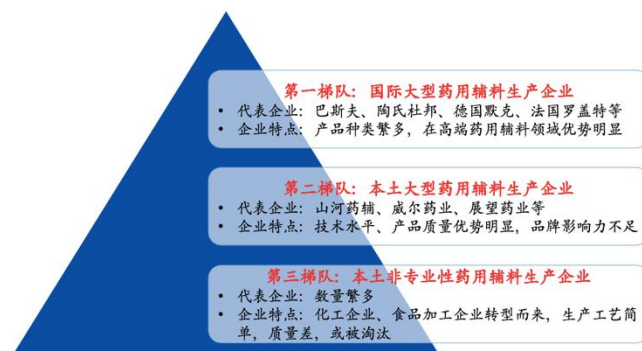
- (1) 中小企业占据较高比例,产业规模小,竞争中低端产品,同质化竞争激烈。以微晶纤维素为例,在 CDE 登记备案的微晶纤维素生产企业多达 47 家;
- (2) 行业集中度低,2018 年中国市场规模前四的企业(山河药辅、湖州展望、黄山胶囊、红日制药)合计市场份额不足 5%;
- (3) 药用辅料生产企业以单产品生产为主,在细分领域优势明显,如黄山胶囊是中国最大的胶囊类药用辅料生产企业,辽宁奥达是中国最大的羧甲淀粉钠供应商,威尔药业在注射药用辅料领域优势明显等,行业内品种覆盖范围广的大型药用辅料企业较少。

图 15: 2018 年中国药辅各类参与企业占比 (%)



资料来源:头豹研究院,国元证券研究所

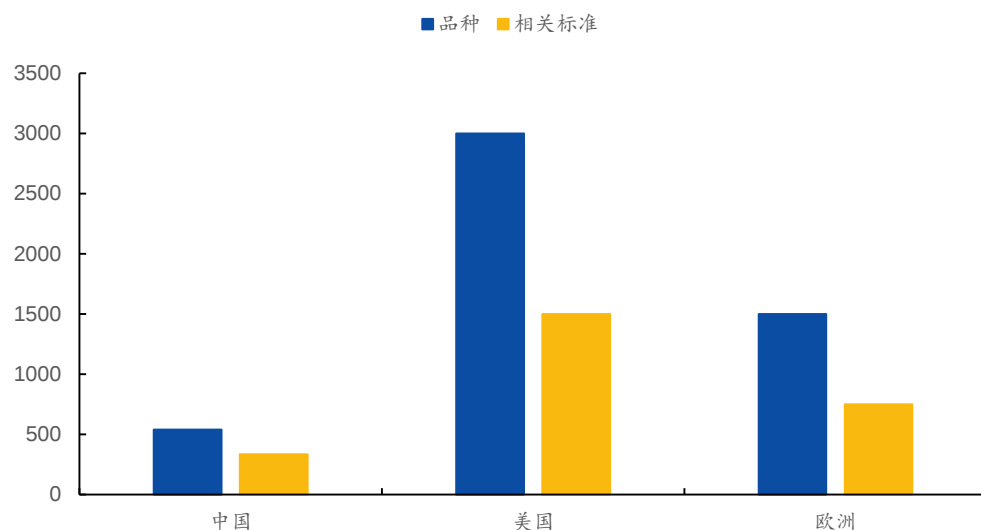
图 16: 中国药辅参与企业梯队介绍



资料来源:头豹研究院,国元证券研究所

我国药用辅料品种较欧、美等发达国家少,提升空间大。以往我国对药用辅料工业发展重视不足,导致专业厂商少、研发投入不足,药用辅料品种少、规格单一。我国制剂使用的药用辅料约有 540 余种,其中:2020 年版《中国药典》中收载药用辅料 335 种,约占辅料品种总数的 62%。而欧洲和美国的辅料品种使用数量分别为 3000 余种和 1500 余种,收录的药用辅料标准分别约为 1500 种和 750 种,随着药品种类增多及对辅料要求的细化,药用辅料品种仍在不断开发,品类上也有新剂型和新系统不断衍生出来,我国的药用辅料还有很大成长空间。

图 17：中国和欧美的辅料品类数量及相关标准（种）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.3 仿制药一致性评价+关联审批利好行业集中度提升

关联审批和一致性评价原辅包质量要求提升，重塑行业竞争格局。药用辅料作为药物制剂的重要组成部分，对制剂的安全性至关重要。过去由于辅料使用不当而造成的药害事件频频发生，比如 2006 年我国发生的“齐二药”事件和 2012 年“铬超标胶囊”事件都是由于药用辅料的使用不当造成了重大药源性事故。

我国药用辅料行业发展起步较晚，专门从事药用辅料生产的企业较少，而且行业门槛低，许多辅料生产企业都是由于食品添加剂企业或者化工企业转型而来，这类企业通常缺乏对药用辅料的严格管理和审批制度。另一方面，我国药品生产常用的药用辅料执行标准存在较大差异，包括药典标准、局部颁标准、国标/化工/企业标准等，且缺乏统一的监督和管理，导致了不同企业间药用辅料产品质量参差不齐，甚至企业的同一批产品都存在质量差异。

针对上述药用辅料的突出问题，2016 年 8 月，国家药品监督管理局发布《关于药包材、药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告》，明确规定药用辅料不再单独审批，而是关联药品注册申请时一并审评审批，对药用辅料质量提出了新要求，将过去孤立、分散的药用辅料与制剂相关联，统一在一个平台管理，这就意味着药用辅料的质量很大程度上将决定制剂审批结果。此外，关联审批明确了责任主体，制剂企业对药用辅料的使用负责，因此会优先选择和提供质量高、安全性有保障的药用辅料的供应商进行合作，一些质量差、生产不规范的企业将会陆续出局。这将极大带动药用辅料行业产品质量提升，行业集中度也有望进一步提升，利好优质药用辅料生产企业。

表 3：药用辅料关联审评审批相关政策

政策/文件	时间	部门	相关内容
《关于药包材、药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告》	2016 年 5 月	国家药监局	将直接接触药品的包装材料和容器（以下简称药包材）、药用辅料由单独审批改为在审批药品注册申请时一并审评审批
《原料药、药用辅料及药包材与药品制剂共同审评审批管理办法（征求意见稿）》	2017 年 12 月	国家药监局	1、实施原辅包技术主卷档案管理制度，建立“原辅包登记平台”，原辅包企业可单独提交原辅包登记资料；2、药审中心对制剂及其使用的原辅包进行共同审评，原辅包登记资料不符合相关技术要求的，药审中心告知原辅包企业补充资料。制剂及其使用的原辅包均提交补充资料后，重新启动审评程序
《国家药监局关于进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告（2019 年第 56 号）》	2019 年 7 月	国家药监局	1、原辅包登记人按照登记资料技术要求在平台登记，获得登记号 2、药品制剂注册申请与已登记原辅包进行关联，药品制剂获得批准时，即表明其关联的原辅包通过了技术审评，登记平台标识为“A”；未通过技术审评或尚未与制剂注册进行关联的标识为“I”
《中华人民共和国药品管理法》（2019 修订版）	2019 年 8 月	十三届全国人大常委会	国务院药品监督管理部门在审批药品时，对化学原料药一并审评审批，对相关辅料、直接接触药品的包装材料和容器一并审评，对药品的质量标准、生产工艺、标签和说明书一并核准

资料来源：NMPA 官网，国元证券研究所

目前，在新版《药品管理法》的实行背景下，我国对辅料的监管审评将逐渐与欧美企业接轨。从共同审评审批制度的细分规则来看，国内相关政策与美国 DMF 政策较为接近，更强调将药品视为由原料药、药包材、辅料组成的有机整体，而辅料的监管相对更为接近备案制，强调制剂企业的主体责任，有利于激活辅料企业的研发积极性。

表 4：国内共同审评审批和美国 DMF 制度对比

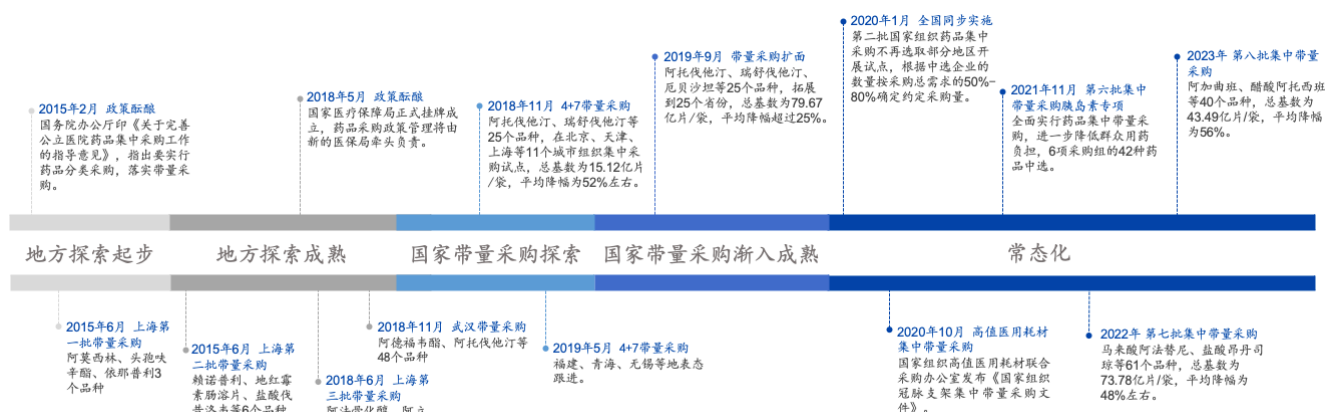
中国药品共同审评审批制度		美国 DMF 制度
批准与编号	完成登记后发登记号	完成备案后发 DMF 备案号
制度目的	对知识产权信息的保护，建立和维护日常监管的依据	对知识产权信息的有效提交及保护
关联审评	授权信形式授权共同审评	授权信方式授权关联审评
资料提交	允许辅料企业独立提交资料	允许辅料企业独立提交资料
年度报告	有	有
范围	半强制性，包括各类制剂申请种使用的辅料，不纳入共同审评的辅料未明确	自愿，美国药典中收藏的辅料一般不提交
资料要求	按 CTD 格式，试行申报资料要求	按 CTD 要求，无明确资料要求
变更要求	需要及时提交变更并通知制剂企业，变更指导原则制定中	需及时提交变更并通知制剂企业，有变更指导原则
平台和数据库	共同审评登记平台（建设中），公示信息列表	DMF 数据库，DMF 公式清单，IID，SRS-UNII

资料来源：《中国药物评价》，FDA，国元证券研究所

一致性评价+集采降价压力推动辅料国产替代。两轮带量采购开标，规则基本确立，

成为未来招采常态化做法。2018年12月，首轮国家级带量采购开标，11个城市参与，采用同品种比价，再跨品种比降幅的方式进行，实行“独家中标”模式。25个品种成功中选，平均降幅达到52%，最高降幅达到96%。2019年9月，“4+7”带量采购中标品种扩面，招标规则有所放松，“独家中标”原则转为“多家中标（≤3家）”。但经过接近一年的时间的“4+7”采购执行，招标方案修正，更加适应目前药品采购、生产、销售方式，促进良性竞争的同时，完善药品供应保障问题。在扩面采购阶段，多数品种的竞争格局变得更为紧张、采购涉及的市场更大、采购周期更长，中标品种平均降幅超过25%，主要系竞争格局较差品种影响。2020年1月起，第二批国家组织药品集中采购不再选取部分地区开展试点，联盟集中采购产生结果后，即在全国范围同步实施，自此集中采购进入常态化阶段。截至目前，第八批国家组织药品集中带量采购已产生拟中选结果，中选药品平均降价56%，预计未来将有更多品类执行集采，形成常态化操作。

图 18：带量采购进入常态化



资料来源：政府文件，国元证券研究所

仿制药一致性评价提升辅料质量要求，利好优质药用辅料企业。一致性评价的核心是药物制剂的处方和工艺，作为药物制剂处方重要组成部分的药用辅料，虽然并无生理活性，但是和药物发生相互作用会产生配伍禁忌，而且辅料的质量会直接影响制剂的质量、稳定性和疗效，因此药用辅料的筛选是仿制药一致性评价的重要研究内容，从药物的溶出到吸收，药用辅料是影响药品制剂溶出曲线和药物代谢动力学的重要因素。

在一致性评价政策下，制剂企业和药用辅料供应商将从传统的产业链上下游供应关系转变成战略合作关系，一方面为了保证质量稳定性和降低成本，制剂企业会优先考虑长期合作的药用辅料供应商共同参与制剂的一致性评价工作，在生产过程中也需要药用辅料企业的积极参与保障产品质量的稳定。另一方面，质量和性能优异的供应商将会成为制剂企业的首选，一致性评价在加速仿制药去产能的同时也会提升药用辅料行业集中度，具有产品和技术优势的企业将会加速抢占市场份额，淘汰小、差、不规范的药用辅料生厂商，行业竞争格局将有望得到重塑。

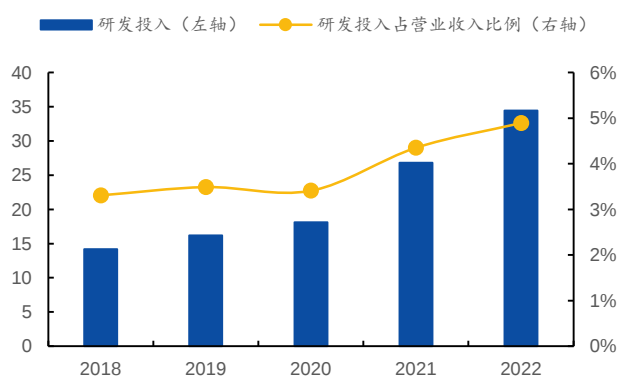
3.公司深耕药辅行业，核心产品供不应求

3.1 不断加大药辅研发，技术积累丰富、成果丰硕

山河药辅自成立以来，一直专注于药用辅料的研发、生产和销售，是专业的药用辅料生产企业，是国内排名前列的口服固体制剂药用辅料生产供应商。同时保健品、植物胶囊领域的市场占有率不断提高，注射用辅料、预混辅料等新领域的研发和产业化也在加速推进。2022 年新增两项国家发明专利，目前发明专利授权数已达 18 项；新增龙胆酸（供注射用）、微晶纤维素丸芯、乳糖粉状纤维素共处理物 3 个新产品的 CDE 登记，其中龙胆酸（供注射用）为公司第一款注射级辅料产品，实现了注射级辅料领域新突破，未来公司将加强该领域研发能力。截至 2022 年末，公司已有 39 种产品获得 CDE 登记号，其中 23 个产品已与制剂成功关联，处于激活（A）状态；公司共有 14 个产品获得美国 DMF 归档号，新增二氧化硅和羟丙甲纤维素邻苯二甲酸酯两个产品获得欧盟 EXCIPACT 认证，目前共 10 个品种获欧盟 EXCIPACT 认证。同时 3 月获批药用辅料市级“企业技术创新中心”，为申报省级、国家级企业技术创新中心夯实基础。

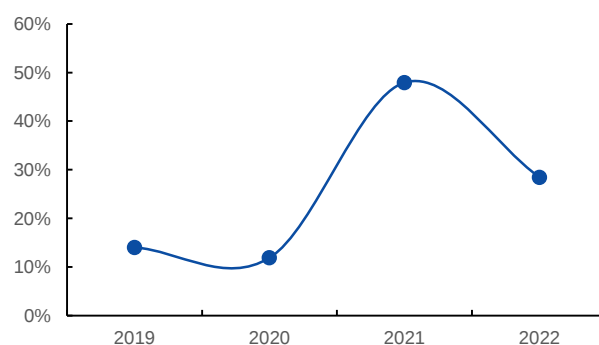
在研发投入上，公司近年来投入金额持续增长。2022 年公司共投入研发金额 3442.5 万元，研发投入占营业收入比例为 4.89%。对一些核心产品，比如微晶纤维素、羟丙甲纤维素、交联羧甲基纤维素钠等品种，公司依托高校资源，将主要研发力量用于开展以微晶纤维素、羟丙甲纤维素为代表的主要产品与国外对标产品的对比研究工作，以确认关键指标，指导生产改进工艺，加快进口替代。研发人员上，公司目前研发人员专业涵盖制药工程、药学、材料化学、高分子材料合成、药事管理学、环保工程等多个学科，共有各类研发人员 160 人，约占公司人员总数的 18%。其中共有高级工程师 8 人，工程师 40 人，执业药师 11 人、助理工程师多人。

图 19：公司研发投入及占营业收入的比例（百万元，%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 20：研发投入增长率（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司一直坚持以科技为先导，立足药用辅料技术前沿，紧跟新型药用辅料研发方向。公司自主研发和引进的关键生产技术处于国内领先水平，掌握了国内先进的崩解剂羧甲淀粉钠的制备方法、喷雾干燥法生产微晶纤维素技术、交联羧甲基纤维素钠和交联聚维酮制备新工艺新技术以及肠溶型水分散体包衣材料制备技术等核心技术。药用辅料的市场竞争正逐渐由“销售型”竞争转向“技术+服务型”竞争。药用辅料生

产的关键技术、工艺的领先水平成为企业竞争的软实力。目前，公司共拥有 33 项核心技术或工艺。

表 5：公司部分核心技术或工艺

序号	技术名称	成熟阶段	技术来源	技术领先
1	崩解剂羧甲淀粉钠的制备方法	成功应用	消化吸收再创新的发明专利	国内先进
2	羧甲淀粉钠的制备方法	成功应用	自主创新	国内领先
3	一种高粘型羧甲淀粉钠的制备方法	成功应用	自主创新	国内先进
4	喷雾干燥型微晶纤维素	成功应用	自主创新	国内先进
5	高可压性微晶纤维素	成功应用	自主创新	国内先进
6	一种制备羟丙纤维素的办法	成功应用	自主创新	国内先进
7	硬脂酸镁提高其比容和白度的制备方法	成功应用	自主创新	国内领先
8	一种硬脂酸镁的制备方法	成功应用	自主创新	国内先进
9	药用辅料薄膜包衣材料的制备方法	成功应用	自主创新	国内领先
10	肠溶型水分散体包衣材料的制备方法	成功应用	自主创新	国内领先

资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.2 核心产品供不应求，市场规模持续扩大

公司是国内领先的专业药用辅料生产企业，产品品种多，药用辅料供应规模位居行业前列，并设有子公司合肥山河经营非自产药用辅料品种，作为公司产品的补充，可以为下游客户提供一揽子服务。公司微晶纤维素、羧甲淀粉钠和硬脂酸镁的产销量，均居国内首位，羟丙甲纤维素、交联羧甲纤维素钠、倍他环糊精等产品的产能供应，也均居于市场领先水平。

表 6：公司部分主要产品及用途

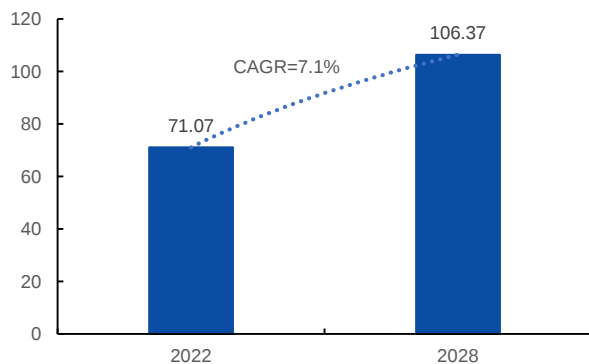
产品名称	产品用途简介
微晶纤维素	本产品用作固体制剂的粘合剂、稀释剂、填充剂、崩解剂、助流剂等，使用量一般为 5%-20%；既可用于湿法制粒工艺，又可用于干法直接压片工艺，用于直接压片使用量一般为 10%-30%；同时，具有良好的崩解作用，为口腔速崩片的基本辅料。本产品也可在食品工业中用作抗结块剂、分散剂、黏结剂。
羟丙甲纤维素	本产品的低黏度型号可用固体制剂的黏合剂和崩解剂，也可用于缓释或控释片剂的致孔道剂。 本产品的高黏度型号可用于制备骨架缓释片、亲水凝胶骨架缓释片的阻滞剂和控释剂，还是混悬型液体制剂的良好助悬剂，同时，利用本品遇水溶胀形成凝胶的特性还可制备水凝胶栓剂及胃内黏附制剂。是植物胶囊主要材料之一。本产品在食品工业中可用作增稠剂、乳化剂、稳定剂。
交联羧甲纤维素钠	本产品主要用作固体制剂的崩解剂。其特点是可压性好、崩解力强；作片剂的崩解剂时 既适合于湿法制粒压片工艺，也适宜于干法直接压片工艺。
糊精	本品主要用作固体制剂的填充剂、黏合剂、增稠剂和乳化稳定剂

产品名称	产品用途简介
药用淀粉	本产品常作固体制剂的填充剂、崩解剂、黏合剂。其可压性差，吸湿而不潮解，不宜单独使用，常与糖粉或糊精合用，以增加片剂的硬度
可溶性淀粉	本品在片剂冲剂等剂型的生产中有广泛应用，主要用作稀释剂、黏合剂、填充剂、和无糖药物赋形剂等。另外本品还是一种用途广泛的食品添加剂。
羧甲淀粉钠	本产品主要用作固体制剂的崩解剂和黏合剂以及液体制剂的助悬剂。一般用量为 2-8%。本产品也可在食品工业中用作增稠剂和稳定剂。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

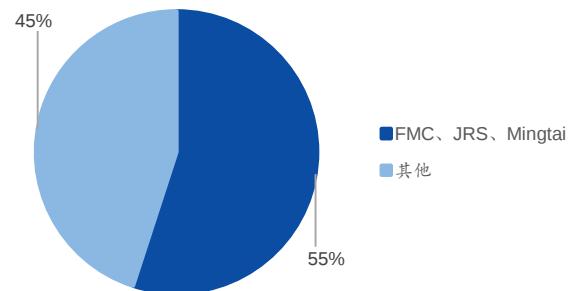
微晶纤维素市场规模正快速增长。微晶纤维素是一种纯化的、部分解聚的纤维素，由多孔微粒组成的白色、无臭、无味的结晶粉末。广泛应用于制药、化妆品、食品等行业。根据 QY Research 数据，2022 年全球微晶纤维素市场规模达到了 71.01 亿元，预计 2028 年将达到 106.37 亿元，期间年复合增长率约 7.1%。2019 年，全球三大厂商为 FMC、JRS 和 Mingtai 公司，合计占据约 55% 的市场份额。

图 21：微晶纤维素全球市场规模及预测（亿元）



资料来源：QY Research，国元证券研究所

图 22：微晶纤维素市场竞争格局（%）

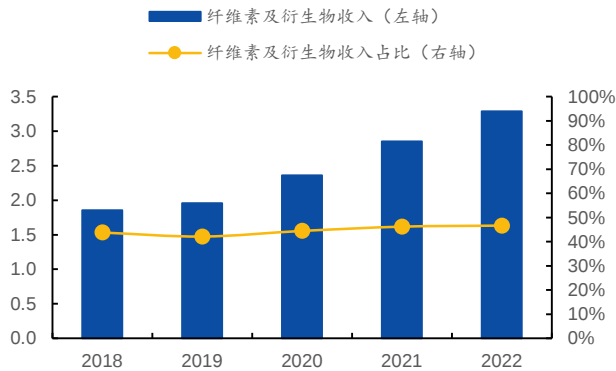


资料来源：QY Research，国元证券研究所

公司微晶纤维素产销率高，产能紧张。纤维素及其衍生物类产品一直是公司的核心产品，历年对公司收入贡献占比均在 40% 以上，是公司最核心的产品分类。核心产品微晶纤维素共有 15 种不同型号，公司是目前微晶纤维素国内市场龙头企业。

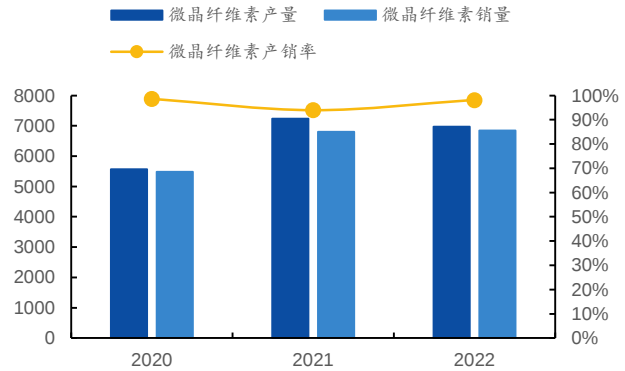
公司近三年微晶纤维素的产销率分别为 98.58%、93.97%、98.15%，累计产销率为 96.74%。现有产能 9500 吨，近一年产能利用率 73.41%，最近一年末已经处于近于饱和状态，存在较为明显的扩产需求。微晶纤维素是目前口服固体制剂等生产企业常用的中高端辅料之一，在药品一致性评价、药品集中采购等政策背景下，其应用正处于扩张期。且微晶纤维素的进口价格仍高出国产同类产品价格 20%-40% 不等，未来市场存在一定的进口替代空间。另外，复配辅料和食品添加剂等领域的应用拓宽增加了微晶纤维素的需求，叠加公司不断重视国际市场开发和投入，国外客户对公司产品及品牌有了一定认知，海外需求不断增长。公司因此也将持续扩建微晶纤维素的产能 5000 吨，预计带来收入 9070.8 万元。建成后公司微晶纤维素年总产能将达到 14500 吨。

图 23：纤维素及衍生物的收入及占比（亿元，%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

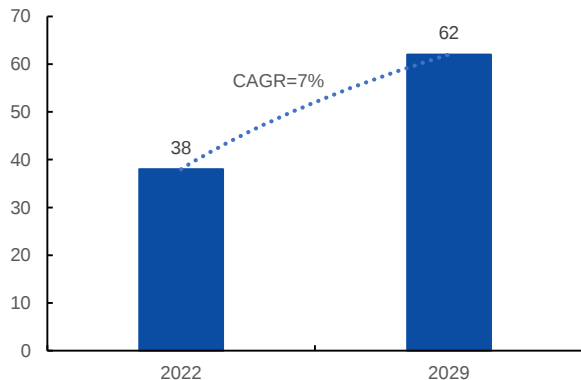
图 24：2020-2022 微晶纤维素产销情况（吨，%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

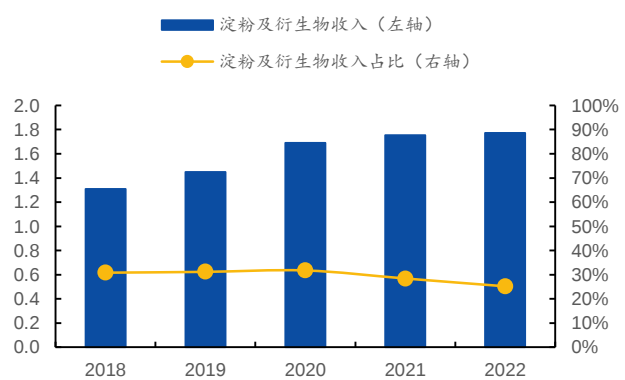
医用级羟丙基甲基纤维素全球规模快速增长。羟丙基甲基纤维素(Hypromellose, INN)是羟丙基甲基纤维素(HPMC)的简称，是一种半合成、惰性、粘弹性聚合物，用作眼药水，也是口服药物中的赋形剂和控释成分，存在于多种商业产品中。根据 QY Research 数据，2022 年全球医药级羟丙基甲基纤维素市场规模大约为 38 亿元，预计 2029 年将达到 62 亿元，期间复合增长率为 7.0%。

图 25：羟丙基甲基纤维素全球市场规模及预测（亿元）



资料来源：QY Research，国元证券研究所

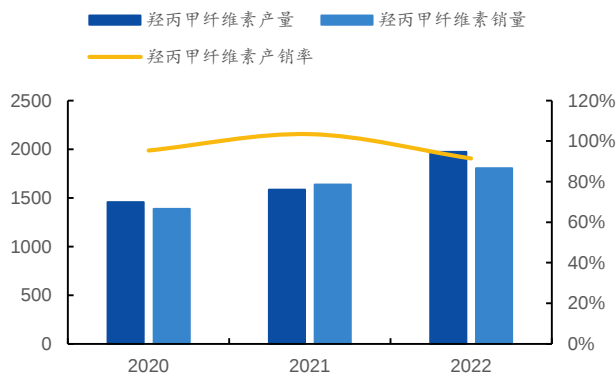
图 26：公司淀粉类产品营业收入及占比（亿元，%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

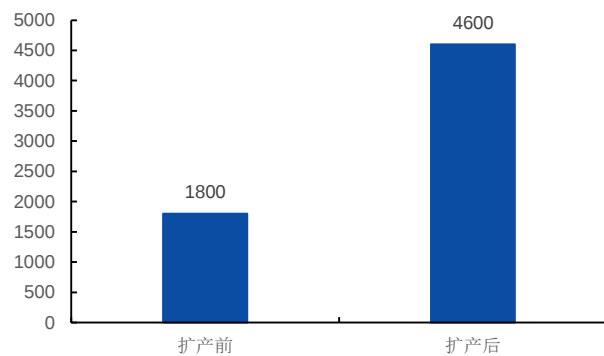
公司羟丙基甲基纤维素产能紧张，大幅扩产需求在即。公司近三年羟丙基甲基纤维素的产销率分别为 95.36%、103.43%、91.45%，累计产销率为 96.37%。现有产能 1800 吨，近一年产能利用率 109.57%，最近一年末产能已经处于过于饱和状态，存在较为明显的扩产需求。公司也将持续扩建羟丙基甲基纤维素的产能 2800 吨，预计带来收入 1.44 亿元。建成后公司羟丙基甲基纤维素年总产能将达到 4600 吨。

图 27：2020-2022 羟丙基甲基纤维素产销情况（吨，%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 28：羟丙基甲基纤维素产能（吨）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.3 重要品种产能大幅扩充在即，有望持续稳定提升业绩

2023 年 7 月 7 日，公司向不特定对象发行可转换公司债券（山河转债）正式上市。公司本次募集资金投资项目全部紧密围绕现有主营业务展开，计划进一步扩大大部分产品产能，加大新技术、新产品研发，以及补充部分流动资金，持续巩固提升公司核心竞争力。本次发行募集资金总额人民币 3.20 亿元（含发行费用），扣除发行费用后将投资于新型药用辅料系列生产基地一期项目、合肥研发中心及生产基地项目以及用于补充流动资金。其中，新型药用辅料系列生产基地一期项目建成后，公司微晶纤维素、羟丙基纤维素、交联聚维酮和交联羧甲基纤维素钠将分别增加产能 52.63%、155.56%、150.00%和 100.00%，硬脂富马酸钠产能由目前的 10 吨/年扩产至 200 吨/年，完全达产后，预计年营业收入 4.18 亿元。通过本次募投项目的实施，公司将进一步加大生产能力、提高研发水准，从而拉动业绩持续稳定的增长，巩固公司的行业龙头地位。

表 7：公司募集资金投资项目情况

项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）	项目介绍
新型药用辅料系列生产基地一期项目	33500.00	21000.00	本项目拟扩建年产 5000 吨微晶纤维素和年产 2800 吨羟丙基纤维素生产线，新建年产 500 吨交联聚维酮和年产 500 吨交联羧甲基纤维素钠和年产 200 吨硬脂富马酸钠生产线，以扩充相关产品生产能力、拓展新产品产销，进一步优化公司产能布局和产品供给结构调整，持续巩固强化公司在行业内的竞争地位。
合肥研发中心及生产基地项目	29040.00	8000.00	本项目实施主体为合肥山河医药科技有限公司，项目建设期为 2 年，建设本项目中的“合肥研发中心及中试基地”子项目，即在省会合肥新建研发中心和中试生产车间等，充分利用省会城市的经济区位和人才集聚等优势，为公司开展药用辅料产品关键技术研究、系统功能验证和产品的性能改进试验、新产品小试或中试的生产验证等提供便利条件。
补充流动资金	3000.00	2606.56	鉴于前述两个募集资金投资项目的计划投资总额均远高于本次募集资金总额，预计缺口约 3.30 亿元。届时前述两个项目的建设投入将会占用公司较多自有资金；同时，公司业务规模的持续增长也会增加对流动资金的需求。为此，公司计划募集 3000 万元用于补充日常经营的流动资金。

项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）	项目介绍
总计	65540.00	31606.56	/

资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 盈利预测

4.1 公司收入拆分

关键假设：

- 1、纤维素及其衍生物类产品：微晶纤维素 2023 年预计扩产 52.63%、羟丙甲纤维素扩产 155.56%、交联羧甲纤维素钠扩产 100.00%；2023 以来，公司下游客户生产经营复苏，同时在药品一致性评价、药品集中采购等政策背景下，进口替代加速；叠加外贸出口形势良好，公司订单增长明显。预计 2023-2025 增速分别为 20.00%、25.00%和 20.00%；
- 2、淀粉及衍生物类：下游客户生产经营复苏、替代进口和出口海外的不断推进，预计保持稳健增长，预计 2023-2025 年增速分别为 5.00%、4.00%和 3.00%；
- 3、无机盐类：下游客户生产经营复苏、替代进口和出口海外的不断推进，预计维持快速增长，预计 2023-2025 年收入增速分别为 18.00%、15.00%和 13.00%；
- 4、其他类产品：2023 年交联聚维酮预计扩产 150.00%、硬脂富马酸钠产能由目前的 10 吨/年扩产至 200 吨/年，预计 2023-2025 年收入增速分别为 30.00%、35.00%和 35.00%。

表 8：山河药辅收入拆分（百万元，%）

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入合计	616.71	704.53	830.42	1007.72	1204.06
YOY (%)	16.10%	14.24%	17.87%	21.35%	19.48%
归母净利润	89.25	130.71	157.62	189.27	227.17
YOY (%)	-4.99%	46.45%	20.59%	20.08%	20.03%
毛利率 (%)	28.89%	29.77%	30.61%	30.87%	30.51%
纤维素及其衍生物类产品	285.05	328.67	394.41	493.01	591.61
YOY (%)		15.30%	20.00%	25.00%	20.00%
淀粉及衍生物类	175.35	177.23	186.09	193.54	199.34
YOY (%)		1.07%	5.00%	4.00%	3.00%
无机盐类	58.45	68.20	80.47	92.54	104.57
YOY (%)		16.68%	18.00%	15.00%	13.00%

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他类产品	97.53	130.08	169.10	228.29	308.19
YOY (%)		33.38%	30.00%	35.00%	35.00%
场地出租收入	0.33	0.34	0.34	0.34	0.34

资料来源：wind，国元证券研究所

替代进口和出口海外的不断推进，以及“新型药用辅料系列生产基地一期项目”建成后，公司微晶纤维素、羟丙甲纤维素、交联聚维酮和交联羧甲纤维素钠分别增加产能 52.63%、155.56%、150.00%和 100.00%，硬脂富马酸钠产能由目前的 10 吨/年扩产至 200 吨/年，看好公司业绩持续高速增长。预计公司 2023-2025 年营业收入增速分别为 17.87%/21.35%/19.48%；归母净利润增速分别为 20.59%/20.08%/20.03%；EPS 为 0.67/0.81/0.97 元/股，对应 PE 为 22.72X/18.92X/15.76X。

4.2 可比公司估值比较

公司山河药辅自成立以来，一直专注于药用辅料的研发、生产和销售，是专业的药用辅料生产企业。山东赫达主营水溶性高分子化合物产品的研发、生产和销售，主要产品以建材级羟丙甲纤维素等为主，兼营医药级和食品级羟丙甲纤维素等辅料，2022 年山东赫达营业收入超 17 亿，其中纤维素醚产品超 11 亿（年报未区分建材级和医药级）、以羟丙甲纤维素为主要成分的植物胶囊产品近 3 亿元；东宝生物主营明胶、胶原蛋白及其延伸产品的研发、生产、销售，明胶主要用于下游空心胶囊、保健品、营养健康食品等领域，空心胶囊系胶囊剂药品的主要辅料之一。因此选取山东赫达和东宝生物作为可比公司。

2023-2025 年可比公司估值均值（PE）为 26.4X、22.0X、18.6X。由于替代进口和出口海外的不断推进，以及“新型药用辅料系列生产基地一期项目”建成后，公司多个重要品种产能大幅增加，公司业绩有望持续高速增长，预计 2023-2025 年公司营业收入增速分别为 17.9%/21.4%/19.5%；归母净利润增速分别为 20.6%/20.1%/20.0%。鉴于公司业务的持续稳定的高增长性，我们认为当前公司估值具备配置价值，首次推荐，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值对比

证券代码	股票简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300239.SZ	东宝生物	6.62	39.30	0.20	0.23	0.26	32.50	28.50	25.21
002810.SZ	山东赫达	19.14	65.51	0.94	1.23	1.59	20.26	15.52	12.06
平均值				0.57	0.73	0.92	26.38	22.01	18.63
300452.SZ	山河药辅	15.27	35.80	0.67	0.81	0.97	22.72	18.92	15.76

资料来源：wind，国元证券研究所 注：可比公司 EPS 来自 Wind 一致预期（2023 年 11 月 17 日）

5.风险提示

- 1、新建产能投产计划和产能利用率情况存在不确定性风险；
- 2、一致性评价相关品种的集采中标存在不确定性风险；
- 3、公司成本端受上游原材料影响存在价格波动风险等。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	552.82	631.32	632.43	691.14	892.37
现金	141.26	150.12	140.37	143.77	284.45
应收账款	57.69	52.00	67.91	81.71	96.45
其他应收款	0.26	0.59	0.66	0.76	0.94
预付账款	12.37	28.47	24.48	31.43	38.75
存货	77.77	91.20	99.97	123.82	148.45
其他流动资产	263.47	308.94	299.03	309.65	323.33
非流动资产	409.76	549.23	689.96	737.06	721.96
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	298.55	285.24	412.02	488.63	511.04
无形资产	54.48	53.66	56.76	60.25	63.96
其他非流动资产	56.72	210.33	221.19	188.18	146.96
资产总计	962.58	1180.55	1322.40	1428.20	1614.33
流动负债	223.26	345.25	401.70	397.85	453.90
短期借款	31.04	39.84	108.50	47.53	37.41
应付账款	58.52	105.70	101.79	126.63	155.10
其他流动负债	133.70	199.71	191.41	223.69	261.39
非流动负债	33.40	46.68	39.17	40.71	41.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	33.40	46.68	39.17	40.71	41.19
负债合计	256.67	391.93	440.87	438.56	495.09
少数股东权益	65.92	66.10	64.05	61.68	59.33
股本	180.47	234.52	234.52	234.52	234.52
资本公积	65.64	65.81	65.81	65.81	65.81
留存收益	405.45	427.94	526.94	636.37	768.17
归属母公司股东权益	640.00	722.52	817.48	927.96	1059.91
负债和股东权益	962.58	1180.55	1322.40	1428.20	1614.33

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	103.82	132.82	155.56	240.38	289.45
净利润	85.54	130.93	155.57	186.90	224.82
折旧摊销	34.68	36.19	41.75	58.32	70.71
财务费用	1.02	-2.26	-0.47	-0.05	-5.69
投资损失	-6.08	-7.73	-6.47	-6.83	-6.86
营运资金变动	-20.10	-34.38	-25.32	-1.13	4.40
其他经营现金流	8.76	10.07	-9.50	3.18	2.07
投资活动现金流	-19.84	-88.21	-165.19	-98.56	-49.57
资本支出	31.47	67.31	180.00	100.00	50.00
长期投资	-5.00	29.31	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	6.63	8.42	14.81	1.44	0.43
筹资活动现金流	-55.27	-48.52	-0.12	-138.41	-99.20
短期借款	-8.96	8.81	68.66	-60.97	-10.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	54.06	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3.84	0.17	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-50.15	-111.56	-68.77	-77.44	-89.08
现金净增加额	28.43	-1.35	-9.75	3.40	140.68

资料来源: wind, 公司公告, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	616.71	704.53	830.42	1007.72	1204.06
营业成本	438.53	494.76	576.26	696.63	836.71
营业税金及附加	5.94	7.00	8.18	9.92	11.88
营业费用	21.30	23.28	25.74	32.05	37.33
管理费用	31.15	28.38	33.45	41.82	49.37
研发费用	26.80	34.43	37.37	45.35	53.58
财务费用	1.02	-2.26	-0.47	-0.05	-5.69
资产减值损失	-6.13	0.00	-2.04	-2.04	-1.70
公允价值变动收益	1.74	-2.62	-0.61	-0.89	-1.09
投资净收益	6.08	7.73	6.47	6.83	6.86
营业利润	99.71	136.28	163.32	195.79	235.15
营业外收入	0.47	0.50	0.45	0.47	0.47
营业外支出	3.49	0.37	1.70	1.56	1.41
利润总额	96.68	136.40	162.07	194.70	234.21
所得税	11.14	5.47	6.50	7.81	9.39
净利润	85.54	130.93	155.57	186.90	224.82
少数股东损益	-3.72	0.23	-2.05	-2.37	-2.35
归属母公司净利润	89.25	130.71	157.62	189.27	227.17
EBITDA	135.41	170.21	204.59	254.05	300.16
EPS (元)	0.49	0.56	0.67	0.81	0.97

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	16.10	14.24	17.87	21.35	19.48
营业利润(%)	-8.49	36.68	19.84	19.88	20.10
归属母公司净利润(%)	-4.99	46.45	20.59	20.08	20.03
获利能力					
毛利率(%)	28.89	29.77	30.61	30.87	30.51
净利率(%)	14.47	18.55	18.98	18.78	18.87
ROE(%)	13.95	18.09	19.28	20.40	21.43
ROIC(%)	21.97	26.09	23.60	26.47	31.92
偿债能力					
资产负债率(%)	26.66	33.20	33.34	30.71	30.67
净负债比率(%)	12.09	10.17	24.61	10.84	7.56
流动比率	2.48	1.83	1.57	1.74	1.97
速动比率	2.13	1.56	1.33	1.43	1.64
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.66	0.66	0.73	0.79
应收账款周转率	12.16	12.84	13.84	13.46	13.51
应付账款周转率	7.67	6.03	5.55	6.10	5.94
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.56	0.67	0.81	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.57	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	2.73	3.08	3.49	3.96	4.52
估值比率					
P/E	40.12	27.40	22.72	18.92	15.76
P/B	5.60	4.96	4.38	3.86	3.38
EV/EBITDA	24.51	19.50	16.22	13.06	11.06

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188